lax889889.com 299520.xyz

海外疫情将加速零部件变局，3 季度出口零部件公司有望见到盈利拐点

东方证券 ORIENT SECURITIES

核心观点

- **全球车企盈利下降叠加疫情冲击，促进车企加快降成本。**在全球汽车行业存量竞争叠加疫情冲击背景下，部分车企收入及盈利能力逐年下降，海外车企需要通过降成本来维持现有盈利能力。2019 年奥迪、奔驰和宝马毛利率分别为 14.5%、16.9%和 17.3%，较 2011 年分别下降 4.1、7.1 和 3.8 个百分点。本田毛利率自 2010 年来持续下降，至 2019 年下降至 20.6%，较 2010 年下降 6.7 个百分点。丰田毛利率近年来平均在 18.1%左右。福特毛利率 2010 年至 2012 年间毛利率从 15.6%下滑至 13.0%；2019 年毛利率大幅下滑至 7.5%。通用 2015 年来毛利率企稳回升，2017 年至 2019 年平均为 19.2%。二季度海外疫情爆发，各大车企纷纷采取裁员降薪、更换低成本供应商、削减研发支出、减少生产车型等措施以降低公司运营成本。
- **海外疫情将改变零部件竞争格局，出口零部件公司市场份额有望提升。**近年来零部件行业整体及上市零部件公司凭借技术进步、性价比优势，出口收入比重提升明显。海外疫情发生有望逐步改变零部件竞争格局，国际车企为降成本，更换供应商，部分海外汽车零部件公司破产，国内出口汽车零部件公司有望瓜分破产企业的国际市场份额，或通过收并购直接提升海外市占率。海外疫情导致诸多汽车零部件公司停产，也给国内零部件公司提供产品导入机会，预计未来出口零部件公司市场份额有望提升。
- **预计三季度是出口零部件公司盈利拐点。**一季度受国内疫情影响，汽车零部件上市公司整体收入下滑 16.2%，归母净利同比下滑 42.6%。出口收入占比较高的汽车零部件公司，收入和净利润下滑幅度均好于行业平均水平，如岱美股份、爱柯迪等；二季度随着海外疫情爆发，预计出口业务占比较高公司会出现一定程度的收入和盈利下滑。三季度海外疫情逐渐得到控制，各大国际车企和出口汽车零部件公司复工复产情况明显好转，预计出口业务占比较高零部件公司有望迎来盈利拐点。

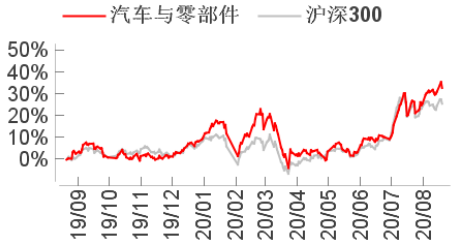
投资建议与投资标的：

出口零部件公司今年以来整体跑输行业平均水平，疫情有望加快海外车企降成本的步伐，预计随着疫情得到控制，三季度出口比重较高的零部件公司有望迎来盈利拐点，其估值也有望修复。建议关注：华域汽车、岱美股份、银轮股份、精锻科技、爱柯迪、均胜电子、伯特利、福耀玻璃。

风险提示：海外疫情出现反复的风险、海外汽车销量低于预期的风险、整车降价压力。

行业评级	看好 **中性**	看淡 **(维持)**
国家/地区		中国
行业		汽车与零部件行业
报告发布日期		2020 年 08 月 20 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

联系人 周翰
021-63325888*7524
zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

布局热泵空调核心部件的公司有望盈利和估值双升：——新能源车热泵空调系列报告 — 2020-07-28

深度报告

【行业·证券研究报告】

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。
liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

目 录

1 海外疫情控制，国外车企复工复产 5

2 全球车企盈利下降叠加疫情冲击，促进车企加快降成本 7

2.1 车企盈利下降，促进降成本 7
2.2 海外疫情加快车企降成本步伐 12

3 海外疫情改变零部件竞争格局，出口公司市场份额有望提升 15

3.1 近年来零部件行业整体及上市零部件公司出口收入比重提升明显 15
3.2 海外疫情有望加速出口零部件公司市场份额提升 18

4 预计 3 季度是出口零部件公司盈利拐点 19

5 主要投资策略 24

6 主要风险 25

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表目录

图 1：美国乘用车销量及增速情况 6
图 2：日本乘用车销量及增速情况 6
图 3：德国乘用车销量及增速情况 6
图 4：法国乘用车销量及增速情况 6
图 5：德系车企主营业务收入情况（亿美元） 7
图 6：德系车企主营业务收入增速情况 7
图 7：美系车企主营业务收入情况（亿美元） 8
图 8：美系车企主营业务收入增速情况 8
图 9：日系车企主营业务收入情况（亿美元） 8
图 10：日系车企主营业务收入增速情况 8
图 11：德系车企净利润增速情况 9
图 12：美系车企净利润增速情况 9
图 13：日系车企净利润增速情况 10
图 14：2018 年、2019 年主要汽车公司净利润增速情况 10
图 15：德系车企毛利率情况 10
图 16：美系车企毛利率情况 10
图 17：日系车企毛利率情况 11
图 18：2018 年、2019 年主要汽车公司毛利率情况 11
图 19：德系车企净利率情况 12
图 20：美系车企净利率情况 12
图 21：日系车企净利率情况 12
图 22：2018 年、2019 年主要汽车公司净利率情况 12
图 23：各大车企降本思路及方式 13
图 24：日系车企面临疫情主要降本措施 13
图 25：德系车企面临疫情主要降本措施 14
图 26：美系车企面临疫情主要降本措施 15
图 27：汽车零部件行业出口收入及增速 16
图 28：汽车零部件行业出口收入占比（%） 16
图 29：汽车零部件上市公司出口收入及增速 17
图 30：汽车零部件上市公司出口收入占比（%） 17
图 31：岱美股份海外收入及占比 17
图 32：均胜电子海外收入及占比 17
图 33：爱柯迪海外收入及占比 18

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 34：精锻科技海外收入及占比 18
图 35：海外疫情冲击有望提升出口零部件公司海外市场份额 19
图 36：汽车零部件上市公司分季度收入及同比增速 20
图 37：汽车零部件上市公司分季度归母净利及同比增速 20
图 38：岱美股份分季度收入及同比增速 21
图 39：岱美股份分季度归母净利及同比增速 21
图 40：均胜电子分季度收入及同比增速 21
图 41：均胜电子分季度扣非归母净利及同比增速 21
图 42：爱柯迪分季度收入及同比增速 22
图 43：爱柯迪分季度归母净利及同比增速 22
图 44：精锻科技分季度收入及同比增速 22
图 45：精锻科技分季度归母净利及同比增速 22
图 46：福耀玻璃分季度收入及同比增速 23
图 47：福耀玻璃分季度归母净利及同比增速 23
图 48：预计三季度出口比重高的零部件公司迎来盈利拐点 23
图 49：汽车零部件行业涨跌幅情况 24
图 50：出口比重较大公司跑输行业水平 24

表 1：部分国家复产复工时间情况 5
表 2：海外主要车企复产复工时间情况 5
表 3：部分海外经营困难零部件企业 19
表 4：可比公司估值比较 24

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1 海外疫情控制，国外车企复工复产

随着新冠疫情在海外的蔓延，3 月中下旬开始，包括美国、欧洲等在内的海外重要汽车市场及产地开始逐步暂停经济活动并关闭工厂，海外汽车行业的生产销售活动受到巨大的冲击。之后各国积极采取各种措施抗击疫情，主要国家均逐步有效控制了疫情，复产复工也开始有序推进。

从各国复工情况来看，德国和美国复工相对较早，德国于 4 月 20 日开始复工，美国于 5 月 1 日起各州根据各自疫情控制情况，开始逐步复工；法国、英国、日本等国则主要从 5 月中下旬开始逐步恢复生产和社会活动。对于主要的汽车生产国，三月底开始暂停生产活动到 5 月份左右开始复产复工，二季度的生产活动受冲击最大，目前最差的时间已经过去。

表 1：部分国家复产复工时间情况

序号	国家	复产复工时间
1	美国	5 月 1 日起各州根据各自情况，陆续开始复工
2	德国	4 月 20 日，德国宣布复工，一些大型制造业企业逐步复工
3	法国	5 月 11 日起开始逐步解除限制
4	英国	5 月 13 日起开始执行逐步复工的计划
5	日本	5 月下旬开始，日本全国逐步开始恢复正常的生产和社会活动

资料来源：搜狐新闻、东方证券研究所

从海外主要车企复工时间来看，4 月中下旬开始部分车企的部分工厂开始复工，包括大众在德国及斯洛伐克工厂、奔驰德国工厂以及宝马发动机等；5 月中下旬起各车企的迎来较大的复工潮，包括大众、奔驰、宝马、福特、通用、丰田、本田等在内的车企均开始逐步恢复各地的工厂。到二季度末三季度初，全球主要车企均已基本恢复正常的生产活动，因此对于上游零部件公司而言，二季度是今年下游需求受冲击最大的时间段。

表 2：海外主要车企复产复工时间情况

序号	车企	复产复工时间
1	大众	4 月 20 日开放德国及斯洛伐克工厂，4 月底重启俄罗斯、西班牙等地工厂，5 月后逐步开放南非、阿根廷等地工厂
2	奔驰	德国工厂于 4 月中下旬复工，之后逐步开放其他地区工厂
3	宝马	德国发动机工厂 4 月底复工，北美工厂 5 月 4 日复工，德国丁格芬工厂 5 月 11 日复工，南非及德国其余工厂 5 月 18 日起复工
4	福特	5 月 18 日起重启北美地区生产
5	通用	5 月 18 日起恢复部分美国工厂的生产
6	丰田	5 月 4 日起重启北美三家工厂，至 7 月中旬全球工厂全面复工
7	本田	5 月 4 日起开始逐步恢复生产

资料来源：搜狐汽车、车家号、东方证券研究所

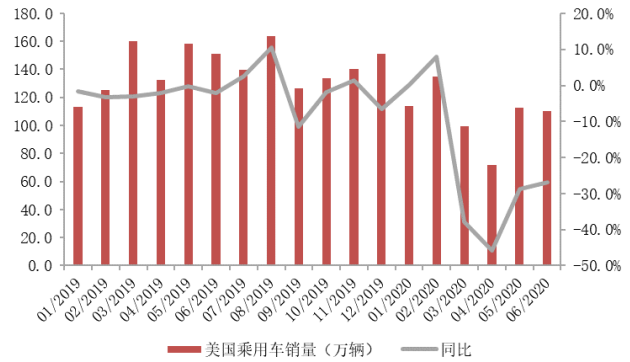
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

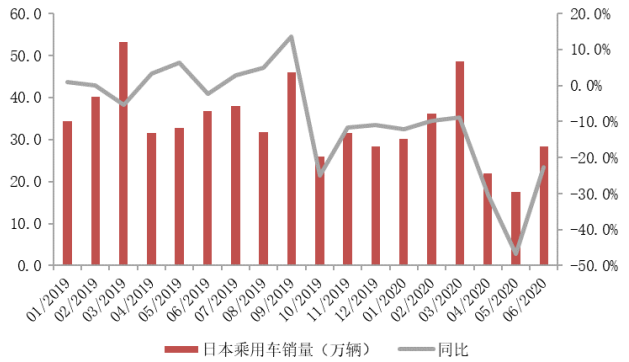
随着海外国家复产复工的推进，海外主要国家车市也在稳步回升。在美国汽车市场，4 月至 6 月的乘用车销量分别为 71.8 万辆、112.7 万辆以及 110.4 万辆，同比下滑 45.9%、28.7%和 26.9%，下滑幅度持续收窄。在日本汽车市场，5 月和 6 月的乘用车销量分别为 17.4 万辆和 28.4 万辆，同比下滑 46.7%和 22.6%，6 月份销量及增速明显改善。

图 1：美国乘用车销量及增速情况



资料来源：美国经济分析局、东方证券研究所

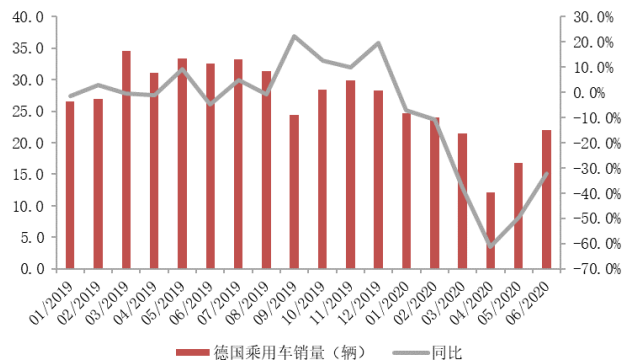
图 2：日本乘用车销量及增速情况



资料来源：日本汽车制造商协会、东方证券研究所

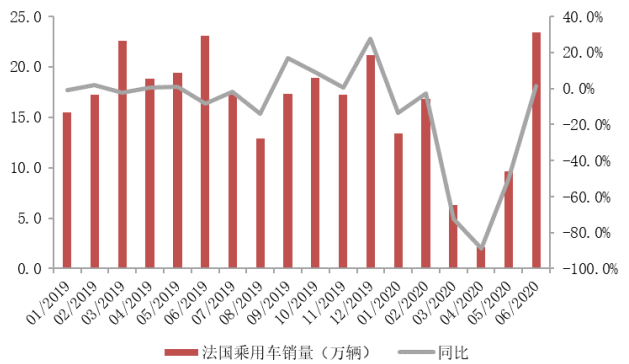
欧洲汽车市场也稳步恢复。在德国市场，4 月至 6 月的乘用车销量分别为 12.1 万辆、16.8 万辆以及 22.0 万辆，同比下滑 61.1%、49.5%和 32.3%，销量环比持续增长，下滑幅度持续收窄。在法国汽车市场，4 月至 6 月的乘用车销量分别为 2.1 万辆、9.6 万辆以及 23.4 万辆，同比下滑 88.8%、50.3%以及增长 1.2%，6 月度销量恢复正增长，显示出市场较强的恢复趋势。

图 3：德国乘用车销量及增速情况



资料来源：德国汽车工业协会、东方证券研究所

图 4：法国乘用车销量及增速情况



资料来源：法国汽车制造商委员会、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

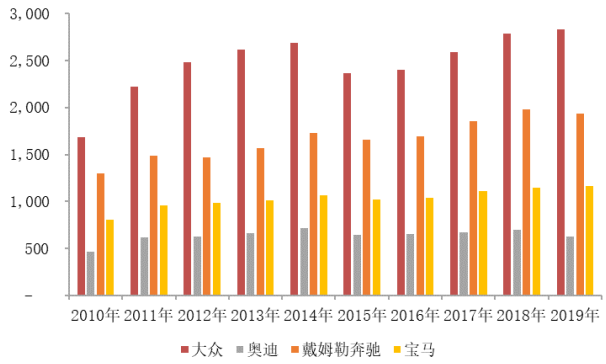
2 全球车企盈利下降叠加疫情冲击，促进车企加快降成本

2.1 车企盈利下降，促进降成本

全球车市已经进入存量市场，受近年来全球汽车销量持续下滑以及 2020 年海外疫情的冲击，全球车企的盈利情况面临较大的挑战。在行业存量竞争背景下，部分车企收入及盈利能力逐年下降，海外车企需要通过降低成本来维持现有盈利能力。

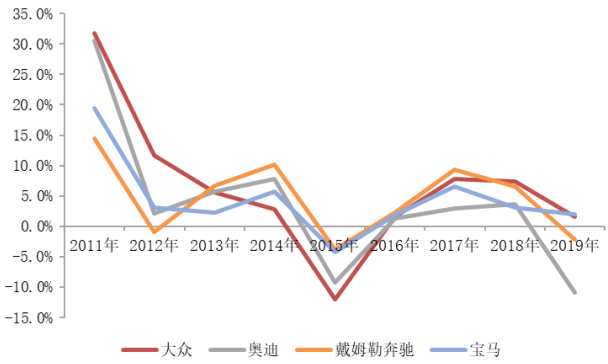
德系汽车公司的主营业务收入规模近几年也处于波动中。德系车企的主营业务收入增速自 2011 年来波动下降趋势明显。2011 年至 2014 年，大众、奥迪、奔驰和宝马的主营业务收入增速均快速下降；2015 年出现负增长。2016 年和 2017 年，德系车企的主营业务收入有所恢复，但 2018 年来受全球汽车销量增速下滑的影响，增速下降。2019 年，奥迪和奔驰的主营业务收入出现负增长，同比分别为-10.9%和-2.2%；大众和宝马的主营业务收入增速则降到近年来的新低，分别为 1.5%和 2%。

图 5：德系车企主营业务收入情况（亿美元）



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 6：德系车企主营业务收入增速情况



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

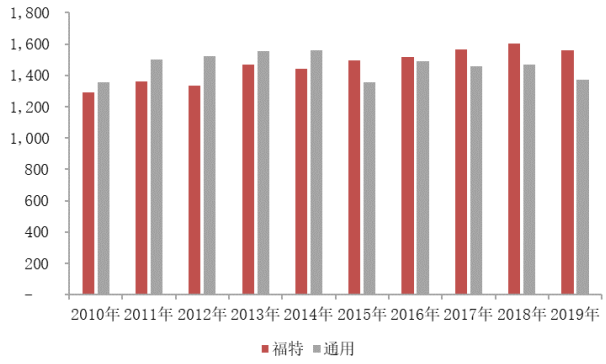
美系车企的主营业务收入 2010 年来已有多年出现负增长的情况，整体增速均在较低的位置运行。福特公司主营业务收入在 2012 年、2014 年和 2019 年出现三次负增长，2015 年来主营业务收入年均增速约为 2.1%，增速较低。通用公司主营业务收入增速波动性相对较大，在 2015 年、2017 年和 2019 年出现三次负增长；其中 2015 年同比下滑 13%，2019 年下滑 6.7%，下滑幅度均较大。2019 年，通用汽车的主营业务收入 1,372 亿美元，与 2010 年的 1,356 亿美元基本持平。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

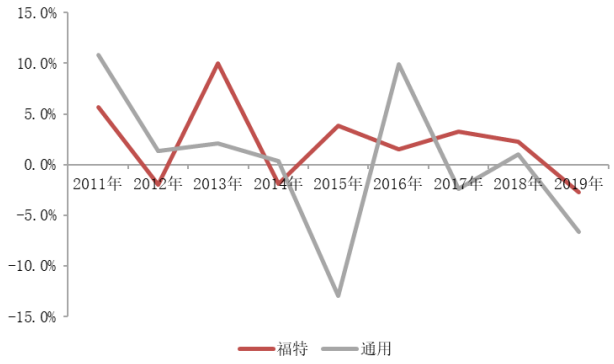
lax889889.com 299520.xyz

图 7：美系车企主营业务收入情况（亿美元）



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

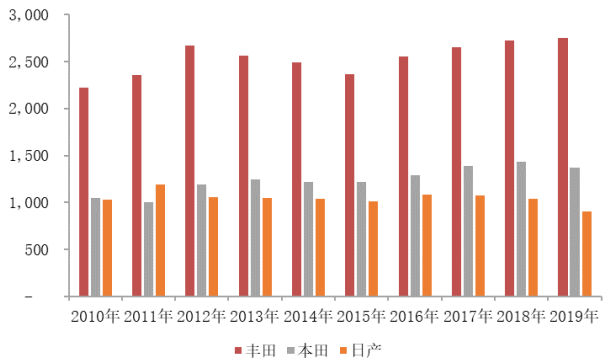
图 8：美系车企主营业务收入增速情况



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

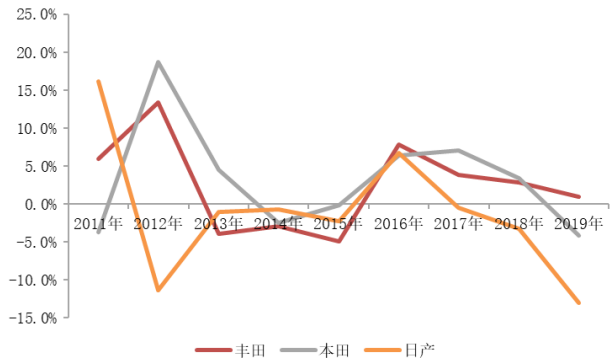
日系车企主营业务收入在 2013 年至 2015 年出现一段较长时间的调整，2016 年、2017 年恢复较好，但 2018 年来受全球汽车销量下滑的影响，增速持续下滑。丰田汽车主营业务收入 2013 年至 2014 年之间持续下滑，收入增速在-4.9%至-2.9%之间，2016 年恢复正增长之后，增速持续下滑，2019 年为 1.0%。本田 2014 年至 2015 年出现下滑，2016 年至 2018 年实现正增长，但 2019 年出现 4.2%的下滑。日产公司在日系车企中的主营业务收入增速较差，2010 年至 2019 年年间有 7 年出现负增长，2017 年至 2019 年连续三年出现负增长，2019 年增速同比大幅下滑 13%。

图 9：日系车企主营业务收入情况（亿美元）



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 10：日系车企主营业务收入增速情况



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

德系车企中，大众汽车 2013 年和 2015 年出现两次较大幅度下滑，2016 年来净利润增速持续下滑，但仍保持正增长，2019 年增速为 8.4%。奥迪在 2012 年至 2013 年以及 2015 年至 2016 年两次出现连续的净利润下滑情况，2017 年来有所恢复，2019 年增速 7.9%。奔驰净利润在 2011 年

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

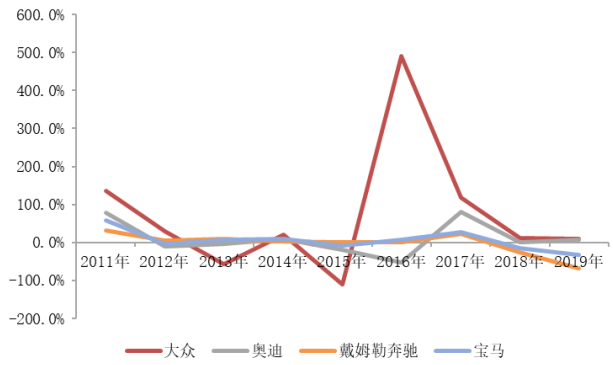
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

至 2017 年间持续保持正增长，年均增速达到 10%，2018 年来连续两年出现下滑，其中 2019 年大幅下滑 68.9%。宝马净利润在 2018 年和 2019 年同样出现连续下滑的局面，增速分别为-15.1%和-33.2%，下滑幅度有所扩大。

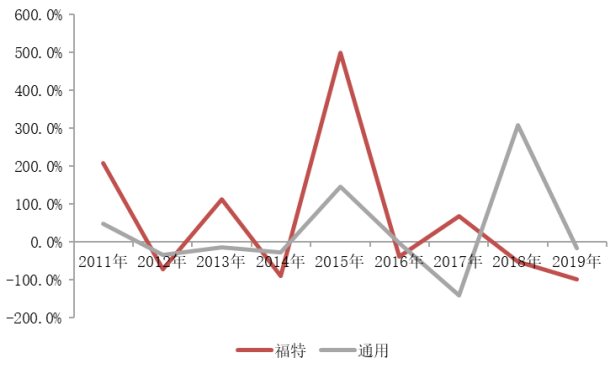
美系车企近年来净利润规模波动加剧。福特汽车 2011 年至 2019 年间有 5 年出现净利润下滑的情况，其中 2018 年和 2019 年连续两年出现大幅下滑的情况，2019 年大幅下滑 98.7%，净利润规模仅 0.5 亿美元。通用汽车面临同样的情况，2011 年至 2019 年间有 6 年时间出现净利润下滑的情况，2019 年增速-16%。

图 11：德系车企净利润增速情况



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 12：美系车企净利润增速情况



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

日系车企中，丰田汽车自 2013 年来整体净利润规模在 190 亿美元上下浮动，因此增速在较多年份出现下滑，2018 年同比下滑 24.6%，2019 年同比增长 12.4%。本田汽车净利润规模自 2010 年来整体上下波动，其中有 5 年出现下滑，2018 年和 2019 年连续两年出现负增长，2019 年同比下滑 23.8%。日产汽车净利润自 2017 年来快速下滑，2018 年同比下滑 57%，2019 年则出现-61.7 亿美元的亏损。

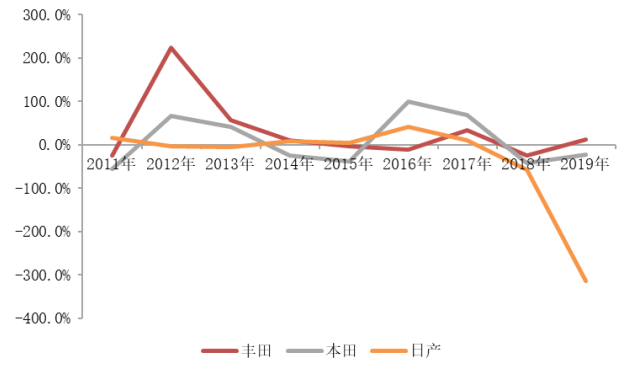
2019 年相对于 2018 年，9 家主要车企中净利润出现负增长的车企有 6 家，分别是戴姆勒奔驰、宝马、福特、通用、本田和日产，净利润增速出现下滑的公司有 6 家，分别是大众、戴姆勒奔驰、宝马、福特、通用和日产。受近年来全球汽车销量持续下滑以及 2020 年的新冠疫情的冲击，全球车企的盈利情况均面临较大的挑战。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

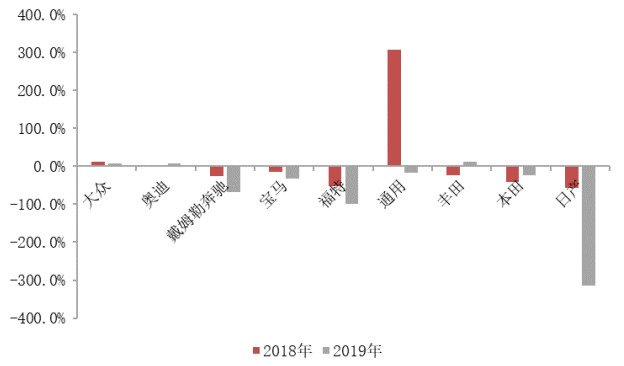
lax889889.com 299520.xyz

图 13：日系车企净利润增速情况



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 14：2018 年、2019 年主要汽车公司净利润增速情况

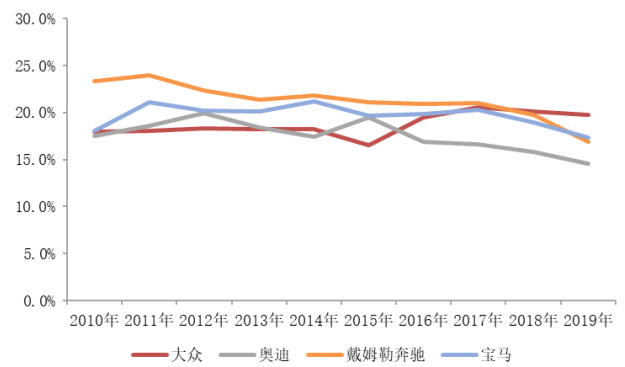


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

德系车企中，大众毛利率在 2015 年受“造假门”丑闻等事件影响大幅下滑至 16.6%，此后受益于产品结构调整等企稳回升，2017 年达到 20.5%的高点后，2018 年至 2019 年持续下滑，2019 为 19.8%。奔驰、宝马和奥迪毛利率自 2011/2012 年来开始整体下滑趋势；至 2019 年，奥迪、奔驰和宝马的毛利率分别为 14.5%、16.9%和 17.3%，较 2011 年分别下降 4.1、7.1 和 3.8 个百分点。

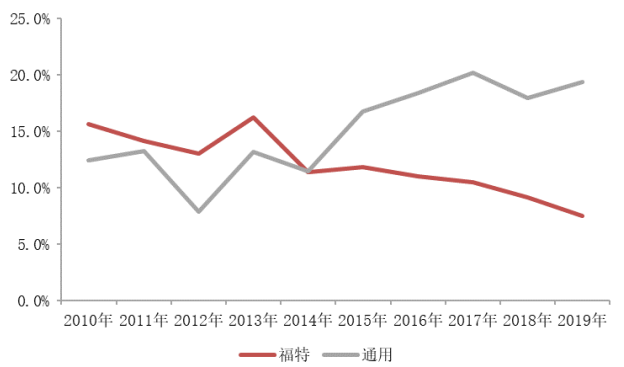
美系公司中，福特公司毛利率整体呈现显著的下滑趋势，2010 年至 2012 年间，福特毛利率从 15.6%下滑至 13.0%；2013 年，福特毛利率恢复至 16.2%，但此后又持续下滑；至 2019 年，福特毛利率大幅下滑至 7.5%，较 2010 年下降 8.1 个百分点。通用汽车 2010 年至 2014 年毛利率处于较低位置，平均为 11.6%；2015 年来毛利率企稳回升，2017 年至 2019 年平均为 19.2%。

图 15：德系车企毛利率情况



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 16：美系车企毛利率情况



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

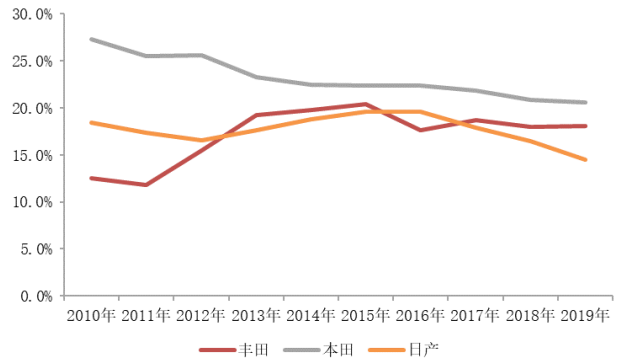
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

日系车企中，本田汽车毛利率自 2010 年来持续下降，至 2019 年下降至 20.6%，较 2010 年整体下降 6.7 个百分点。丰田汽车毛利率在 2010 年至 2015 年间从此前的过低水平企稳恢复，2015 年达到 20.4%；2016 年出现下滑后整体保持稳定，近年来平均在 18.1%左右。日产汽车毛利率在 2012 年至 2015 年间毛利率整体上升，从 16.6%提升至 19.6%，但 2017 年来持续下降，2019 年为 14.5%。

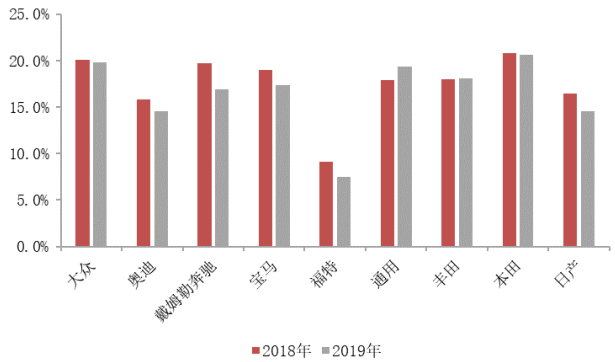
2019 年相较于 2018 年，9 家主要整车企业中毛利率出现下滑的车企有 7 家，仅通用汽车和丰田汽车毛利率未出现下滑，这反映了近年来全球汽车行业面临较大经营压力的现状。

图 17：日系车企毛利率情况



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 18：2018 年、2019 年主要汽车公司毛利率情况



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

德系车企中，大众和奥迪在 2011/2012 年至 2015/2016 年之前整体呈现下滑趋势，其中大众汽车从 2012 年的 11.3%下滑至 2015 年的-0.6%，奥迪从 2011 年的 10.0%下滑至 2016 年的 3.3%，之后大众系逐渐从“造假门”丑闻等事件中走出，净利率企稳回升，2019 年大众和奥迪的净利率分别达到 5.5%和 6.9%。2010 年至 2017 年之间，奔驰和宝马的净利率均稳步提升，分别从 4.6%和 5.3%提升至 6.3%和 8.7%；2018 年来，两家车企的净利率均出现下滑，2019 年分别为 1.4%和 4.7%，较 2017 年分别下降 4.9 和 4.0 个百分点。

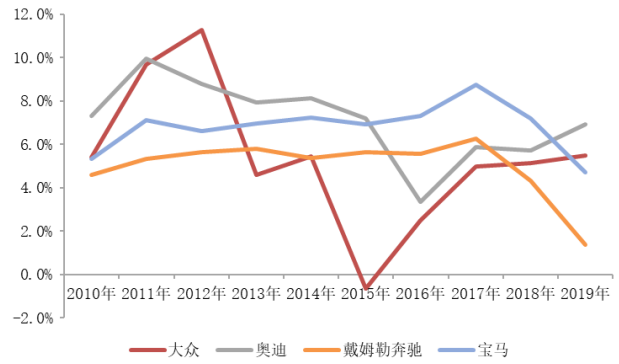
美系车企中，福特汽车的净利率自 2011 年以来整体呈现波动下滑的趋势明显，2019 年福特汽车的净利率为 0.03%，较 2011 年下降 14.8 个百分点。通用汽车净利率近年来大幅波动，2019 年为 4.9%，较 2018 年下降 0.5 个百分点。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

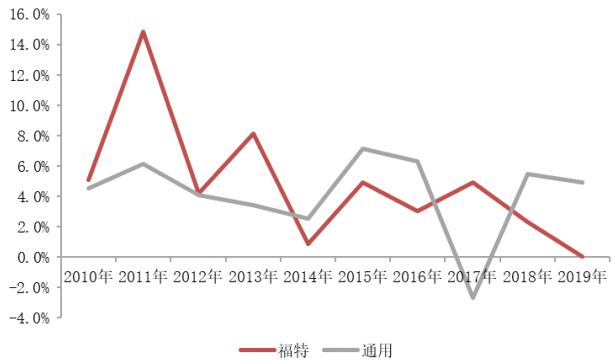
lax889889.com 299520.xyz

图 19：德系车企净利率情况



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 20：美系车企净利率情况

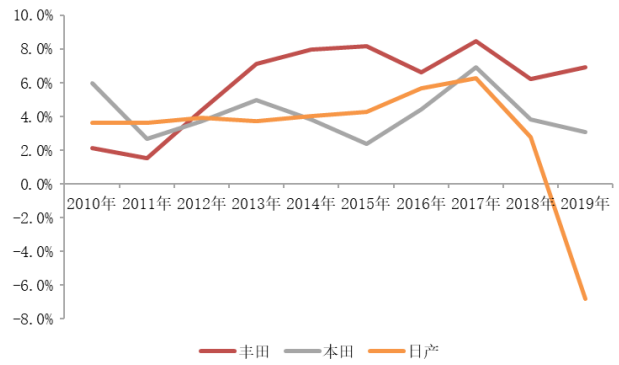


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

日系车企净利率在 2011 年至 2017 年间整体均呈现改善趋势，2018 年来出现下滑。丰田汽车在 2011 年至 2017 年间，净利率从 1.5%增加到 8.5%，2018 年出现下滑，2019 年同比增加 0.7 个百分点至 6.9%。本田汽车净利率在 2011 年至 2017 年间从 2.7%增加至 6.9%，但 2018 年来持续下滑，2019 年为 3.1%，同比下降 0.8 个百分点。日产的净利率在 2010 年来持续增长，到 2017 年达到 6.2%的高点，但 2018 年来持续下降，2019 年为-6.8%。

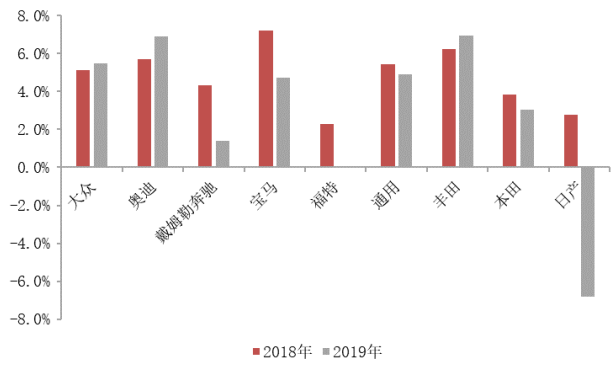
2019 年相较于 2018 年，9 家主要整车企业中有 6 家车企净利率出现下降，分别是戴姆勒奔驰、宝马、福特、通用、本田和日产，整车企业面临较大的盈利压力。

图 21：日系车企净利率情况



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 22：2018 年、2019 年主要汽车公司净利率情况



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

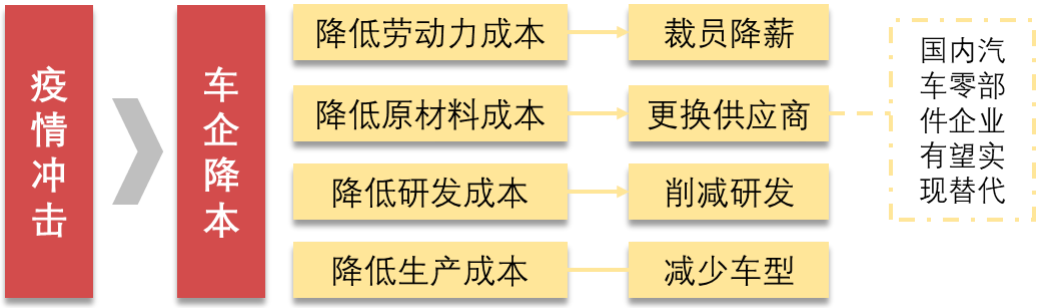
2.2 海外疫情加快车企降成本步伐

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

二季度海外疫情爆发，各大车企纷纷采取裁员降薪、更换低成本供应商、削减研发支出、减少生产车型等措施以降低公司运营成本。

图 23：各大车企降本思路及方式



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

日系车企

本田 4 月宣布暂时辞退美国 1 万名工人，5 月宣布将在 2021 年关闭英国温斯顿工厂，裁减 3500 个工作岗位，将影响供应链近 6000 名员工。此外，本田今年 8 月将开启削减车型计划，今年将停产在日的三款车型，以降低成本。

丰田 4 月表示将不再向美洲约 5000 名临时工支付工资。为减少支出，丰田计划推迟部分新车型的发布，并向部分零部件厂商提出降价要求。疫情导致部分汽车零部件厂商无法及时提供零部件，以及成本、费用上升，若供应商无法满足丰田要求，丰田有可能更换更具成本优势的供应商。

日产在疫情影响下，裁员规模超 2008 年金融危机，4 月宣布裁撤约 1 万名美国临时工。6 月，根据日产发布的事业规划，公司将裁撤巴塞罗那约 2500 名员工，英国工厂将裁员 248 人。工厂方面，受疫情影响，欧洲巴塞罗那的 3 家工厂预计于今年底将关停，印度尼西亚等新兴国家的生产也将缩减。为降低开支，日产还将淘汰 Datsun 品牌，退出印度尼西亚市场，减少营销和研发开支。

图 24：日系车企面临疫情主要降本措施

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

德系车企

疫情发生后，大众大幅削减研发支出和投资支出。员工方面，大众核心品牌招聘通道已中止，并暂时解雇 1500 名美国员工，部分工厂缩减员工工作时间，将生产机制缩为两班倒。

宝马为应对疫情，将 34000 名员工调整为短时工作制，并裁减至少 6000 名员工。根据宝马成本削减计划，公司还将削减员工工作时间，鼓励或强迫员工无薪休假，鼓励员工提前退休等。宝马与戴姆勒合资运营的打车软件 Free Now 受疫情影响也将进行重组，或通过裁员方式降低成本。

戴姆勒高管从 4 月起，开始降薪，公司管理委员会和监事会带头降薪 20%，其他高管薪酬降低 10%。在疫情冲击下，戴姆勒预计将新增裁员人数 1 万人，并考虑关闭部分海外工厂，如墨西哥合资工厂、巴西和南非工厂。此外，戴姆勒为降低研发支出，准备将 IT 服务外包给其他公司，缩减研发人员数量，并暂停与宝马关于自动驾驶的研发合作。为降低疫情对公司冲击，戴姆勒调整生产车型，预计 S 级梅赛德斯大型豪华轿车的敞篷版和轿跑版将停产，B 级轿车也面临着停产风险，由于氢燃料电池乘用车制造成本约为电动车两倍，奔驰宣布停产旗下唯一氢燃料车型 GLC F-Cell。

图 25：德系车企面临疫情主要降本措施

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

美系车企

通用 4 月开始延迟发放全球约 6.9 万员工 20%的薪酬，约 6500 名无法远程工作的员工休假期间将获得 75%的工资。除白领员工外，25%~30%的高管工资也将推迟发放，CEO 暂时减薪 30%，公司董事会成员的总薪酬削减 20%。5 月，通用子公司永久解雇 165 名员工。此前通用在产业调整时已进行过裁员，因此疫情主要影响员工薪酬。除此之外，通用将削减广告费用，以及某些新车型和燃料电池车的研发以降低成本支出。

4 月，福特宣布 3500 名发动机生产工人无薪休假，此后，又有 2000 名非生产员工开始无薪休假。5 月开始，福特推迟发放公司前 300 名高管薪酬的 20%至 50%，执行董事长全部工资将推迟发放，CEO、COO、CFO 一半工资将延期发放。此外，福特部分正在进行的研发计划将被暂停，以降低研发成本。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4 月，特斯拉在全球范围内削减所有员工薪资，在美国，副总裁及以上职位的减薪幅度为 30%，董事及以上职位的减薪幅度为 20%，其他员工 10%；美国地区以外的员工，薪资也会相应的削减，降薪措施根据疫情情况发展进行调整，无法远程及现场工作的员工将被迫无薪休假。此外，特斯拉内华达州电池厂将裁减 75%左右的员工，并暂时解雇挪威的部分员工。特斯拉为降低成本加速更换供应商，相继与双环传动、京威股份、常熟汽饰和飞龙股份等签订合作协议。7 月，特斯拉表示将加速本地化采购以降低成本，预计今年年底国产化率将从 40%提升至 80%。

图 26：美系车企面临疫情主要降本措施

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

3 海外疫情改变零部件竞争格局，出口公司市场份额有望提升

3.1 近年来零部件行业整体及上市零部件公司出口收入比重提升明显

2015-2019 年，汽车零部件行业出口收入稳步上升，从 2015 年的 2904 亿元上升至 2019 年的 3655 亿元，年均增速 5.9%。从收入增速看，2017 是近 5 年的增速底点，但仍然有 1.53%的同比增长，2017 年增速较低主要系国际形势不确定性较大，轮胎等频繁遭遇双反调查。2018、2019 年，汽零出口增速改善明显，分别为 8.4%和 10.5%，主要系国内汽车市场逐渐饱和，零部件企业逐渐向海外扩张。

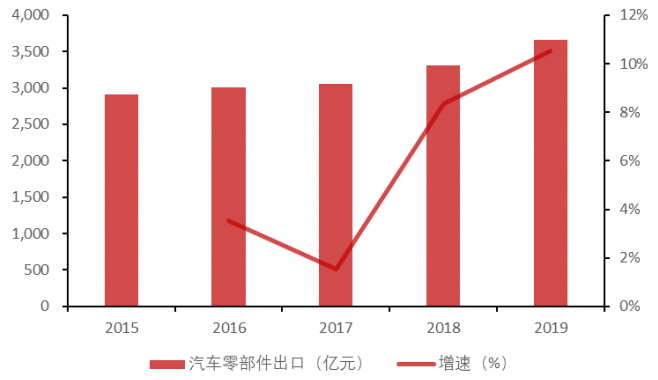
2016 年，汽车零部件行业出口收入占营业收入比重下滑 0.34 个百分点至 8.7%，主要系全球经济低迷，面向拉美、俄罗斯等发展中国家出口的汽车零部件受市场需求疲软拖累。2017 年，受国际环境影响出口占比进一步下滑至 8.2%。2018 年，汽车零部件出口占比回升至 9.8%，主要系我国汽车行业经过几年低速发展，汽车零部件企业龙头优势确立，市场份额进一步集中，龙头企业拉动行业整体出口占比提升。2019 年，汽车零部件出口占比 10.2%，我国汽车零部件企业在技术上面追赶国际巨头，在成本上面继续优化，产品竞争力在国际市场上进一步得到认可。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

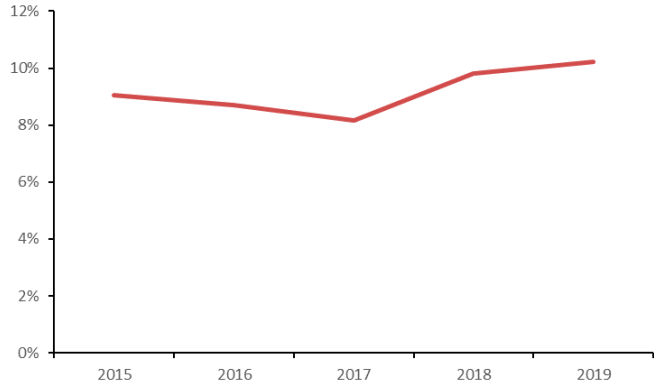
lax889889.com 299520.xyz

图 27：汽车零部件行业出口收入及增速



资料来源：Wind、前瞻产业研究院、东方证券研究所

图 28：汽车零部件行业出口收入占比（%）



资料来源：Wind、前瞻产业研究院、东方证券研究所

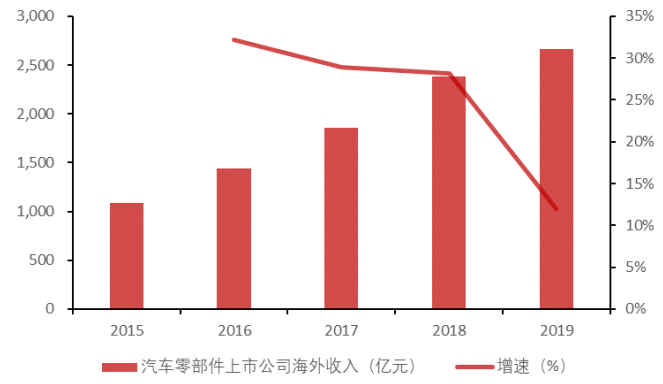
2015-2019 年，汽车零部件上市公司出口收入持续上升，从 2015 年的 1091 亿元上升至 2019 年的 2664 亿元，年均增速 25.02%，海外扩张步伐远快于行业平均水平。从收入增速看，上市公司海外业务收入增速逐年下滑，主要系随着上市公司国际化程度越来越高，更多受到国际整车市场低迷以及国际贸易摩擦的影响。即便如此，2016-2019 年，上市公司海外收入增速仍然远高于行业平均水平，主要系上市公司零部件产品在国际市场上竞争力更强，龙头效应显现。

上市公司出口收入占比显著高于行业平均水平，体现出其产品竞争力较强。2016 年，汽车零部件上市公司出口收入占营业收入比重上升 1.2 个百分点至 30.1%，而行业海外收入占比下滑，主要系上市公司零部件产品性价比较高，竞争力更强。2017 年，国际环境恶化导致上市公司海外收入占比小幅下滑 0.2 个百分点至 29.9%。2018、2019 年上市汽零公司海外收入占比增长势头较好，2019 年海外收入占比达到 35.5%，主要是随着国内汽车零部件市场竞争充分，加速淘汰落后企业，优质企业国内市场份额提升，逐渐成为国内的行业领头羊。上市企业通过规模效应建立成本优势，在国际市场上利用性价比和技术追赶提升产品竞争力，抢夺全球市场份额。

liaohan.net nblax520.com

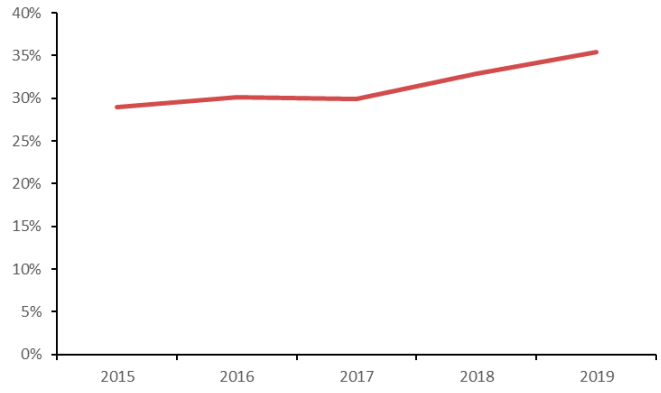
lax889889.com 299520.xyz

图 29：汽车零部件上市公司出口收入及增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 30：汽车零部件上市公司出口收入占比（%）

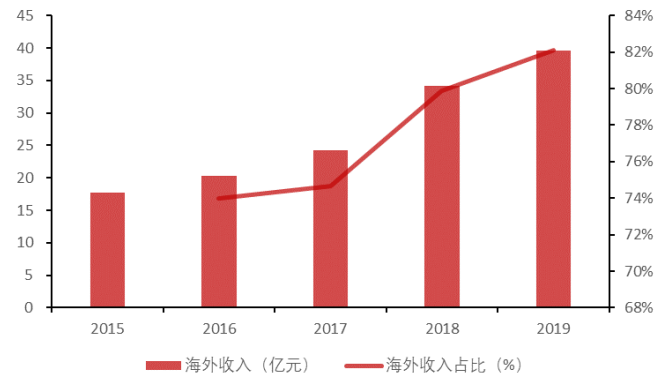


资料来源：Wind、东方证券研究所

岱美股份作为全球遮阳板行业的龙头，海外收入不断提升，自 2015 年的 17.7 亿元，提升至 2019 年的 39.6 亿元，年均增速 22.2%。从收入占比看，公司海外收入占比高，2018 年海外占比提高 5.2 个百分点至 79.9%，主要系公司进一步强化了国际化的步伐，收购了 MOTUS 公司。2019 年，海外收入占比提升至 82.1%，同样受益于海外子公司 MOTUS 贡献境外收入，以及部分海外项目订单量产。

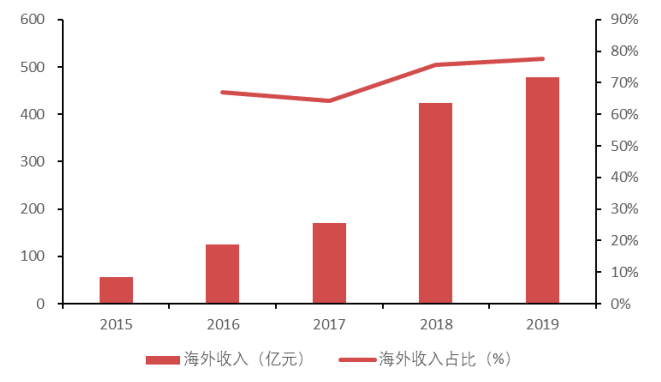
均胜电子是国内汽车电子龙头，海外收入提升非常快，自 2015 年的 55.7 亿元，提升至 2019 年的 478.1 亿元，年均增速 71.2%，主要系公司不断收购海外资产，如果美国 KSS、德国 TechniSat、日本高田等。从收入占比看，公司海外收入占比高，2018 年海外占比提高 11.4 个百分点至 75.6%，主要系公司完成收购日本高田。2019 年，公司海外收入增长快于国内，海外收入占比提升至 77.5%，预计主要系海外汽车安全及汽车电子业务扩张较快。

图 31：岱美股份海外收入及占比



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 32：均胜电子海外收入及占比



资料来源：Wind、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

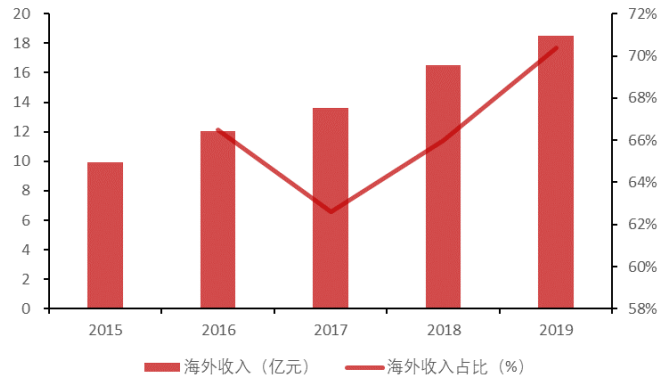
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

爱柯迪是国内铝合金精密压铸行业龙头，海外收入持续提升，自 2015 年的 9.9 亿元，提升至 2019 年的 18.5 亿元，接近翻倍，年均增速 16.8%，主要系公司持续进行海外市场拓展，不断获取新项目。从收入占比看，公司近三年海外收入占比不断提高，2018 年海外占比提高 3.4 个百分点至 66.0%，主要系公司产销规模不断扩张，海外市场开拓了大陆、马勒等多个新能源项目。2019 年，公司海外收入增长快于国内，海外收入占比提升至 70.4%，主要系海外销售规模进一步扩大，市占率提高。

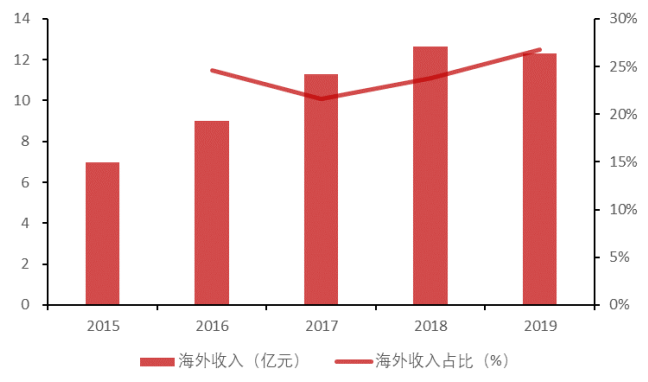
精锻科技是国内齿轮龙头，海外收入提升较为稳健，自 2015 年的 7.0 亿元，提升至 2019 年的 12.3 亿元，年均增速 15.2%，配套业务不断增加。从收入占比看，公司近三年海外收入占比不断提高，2018 年海外占比提高 2.2 个百分点至 23.8%，主要系国内汽车市场销量下滑，公司海外业务拓展情况较好。2019 年，公司国内销售额下降 6.7%，海外提升 9.3%，海外收入占比提升至 26.8%，主要系国内汽车市场销量继续下滑，公司海外业务稳步推进。

图 33：爱柯迪海外收入及占比



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 34：精锻科技海外收入及占比



资料来源：Wind、东方证券研究所

3.2 海外疫情有望加速出口零部件公司市场份额提升

二季度海外疫情爆发，国际车企被迫停产，经营压力剧增，促进车企加快降成本。

国际车企更换供应商以降低成本。国际整车厂商在经历二季度全球汽车市场供需双降的局面下，经营压力较大。车企开始大幅削减开支，重视降低零部件采购成本。丰田 7 月启动新一轮降本计划，要求发动机和悬架系统等零部件能够适当降价。海外疫情加速车企降本需求，除丰田外，其他国际车企也面临着零部件降本需求，我国出口汽车零部件公司凭借高性价比产品有望提升市场份额。

海外疫情为国内出口汽车零部件公司提供产品导入机会。海外疫情导致诸多汽车零部件公司停产，3 月份，博世、大陆、麦格纳、马瑞利、彼欧、马勒等知名国际零部件公司停产。海外零部件公司无法及时为整车厂商提供配套零部件，我国出口汽车零部件公司凭借着稳定的生产能力，能够有效保障国际车企零部件供应。海外疫情为我国出口零部件厂商提供产品导入机会，疫情过后，部分国内汽车零部件公司有望从临时供应商转为长期合作方，提升市占率。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

部分海外汽车零部件公司面临持续经营危机，德国 Finoba 是汽车铝镁合金压铸件供应商，客户包括宝马、大众等，受疫情冲击 5 月宣布破产。日本三电是国际知名汽车空调部件和压缩机供应商，于 6 月底提出债务重组。德国 BBS 是国际知名轮毂供应商，客户包括大众、宝马、奔驰、保时捷等，7 月宣布破产。此外，万松、伸和工业、光隆等汽车零部件供应商均已经申请破产。随着海外汽车零部件重组或破产，国内出口汽车零部件公司有望瓜分破产企业的国际市场份额，或通过收并购直接提升海外市占率。

表 3：部分海外经营困难零部件企业

日期	事项	公司名称	国家	主营	客户
4 月	破产	万松	日本	车用塑料	日本车企
5 月	破产	伸和工业	日本	离合器、阀门、发电机零件	日本车企
5 月	破产	Finoba	德国	汽车铝镁合金压铸件	宝马、大众等
6 月	破产	光隆	日本	车用橡胶	丰田等
6 月	债务重组	三电	日本	汽车空调部件和压缩机	通用、福特、本田等
7 月	破产	BBS	德国	汽车轮毂	大众、宝马、奔驰等

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

图 35：海外疫情冲击有望提升出口零部件公司海外市场份额

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

4 预计 3 季度是出口零部件公司盈利拐点

从收入来看，2020 年一季度，受国内疫情影响，我国大部分工厂停工停产，导致汽车零部件上市公司整体收入下滑 16.2%至 1513 亿元。从归母净利来看，汽车零部件上市公司逐季走低，2020 年

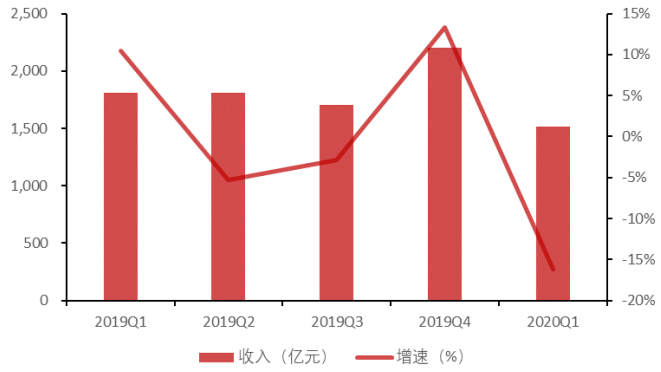
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

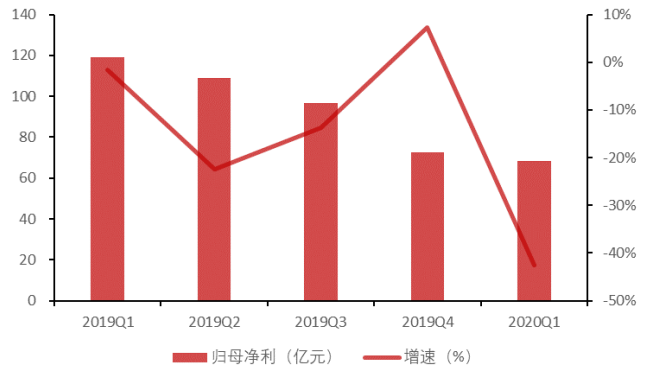
一季度，国内疫情导致企业收入端大幅下滑，部分成本和费用支出较为固定，无法随收入规模变化进行调整，导致汽车零部件上市公司归母净利同比大幅下滑 42.6%。

图 36：汽车零部件上市公司分季度收入及同比增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 37：汽车零部件上市公司分季度归母净利及同比增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

整体而言，出口收入占比较高的汽车零部件公司，2020 年一季度收入下滑幅度好于零部件行业平均水平，主要系一季度国内疫情较为严重，海外疫情尚未爆发。2020 年一季度归母净利方面，出口占比较高的公司由于业务主要在海外，因此归母净利下滑程度也小。

从收入来看，2020 年一季度，岱美收入下滑 10%，相比同行业上市公司，表现较好，主要得益于公司海外收入占比较高。二季度受海外疫情影响，下游整车厂及一级供应商停工，预计二季度收入将下降。

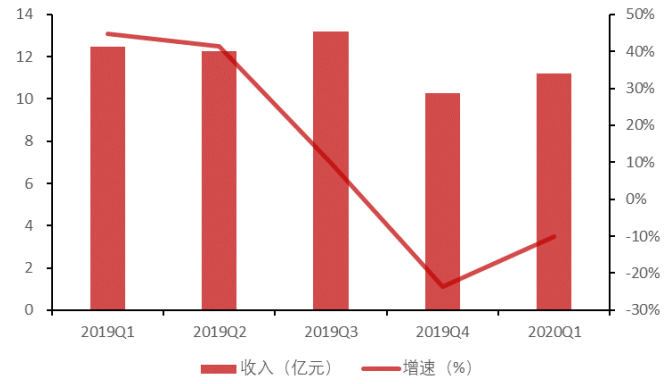
从归母净利看，2020 年一季度，公司归母净利小幅下滑 2.5%，远跑赢行业水平。二季度受海外疫情扩散影响，下游整车厂及一级供应商停工，客户盈利压力可能会传导至上游，预计二季度归母净利将有所下降。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

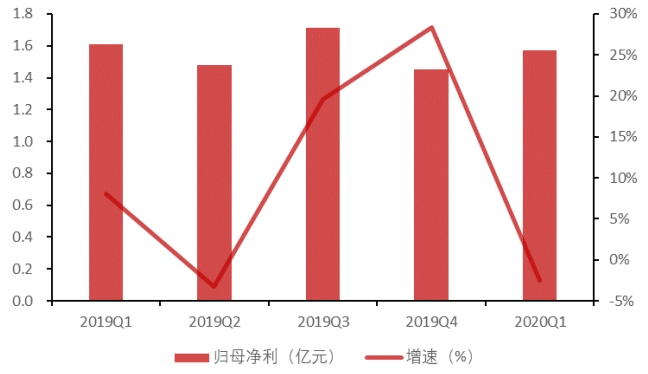
lax889889.com 299520.xyz

图 38：岱美股份分季度收入及同比增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 39：岱美股份分季度归母净利及同比增速

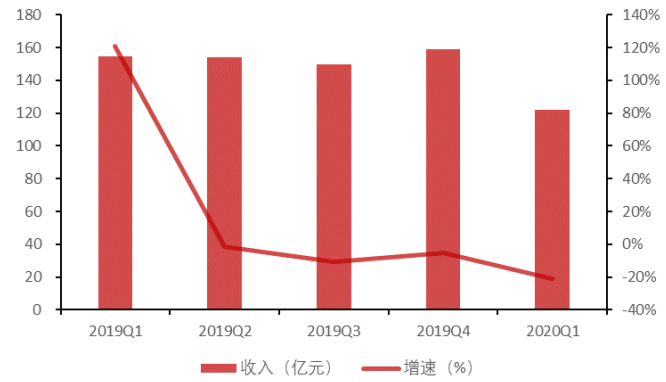


资料来源：Wind、东方证券研究所

从收入来看，2020 年一季度，均胜电子受国内疫情影响，收入同比下滑 20.8%，海外业务表现相对稳定。二季度海外疫情加剧，公司欧美工厂陆续停产，预计会对公司二季度海外收入产生一定程度负面影响。

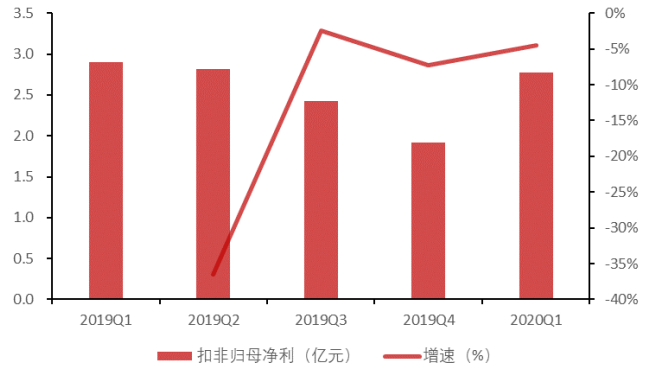
从扣非归母净利看，2020 年一季度，受疫情影响，公司扣非归母净利同比下滑 4.5%至 2.77 亿元，国内疫情爆发对公司影响有限，公司经营较为稳定。二季度海外疫情恶化，公司欧美工厂及客户工厂减产或停产，预计会对公司二季度归母净利产生较大负面影响。

图 40：均胜电子分季度收入及同比增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 41：均胜电子分季度扣非归母净利及同比增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

从收入来看，2020 年一季度，爱柯迪收入小幅下滑 2.9%，主要系公司主要收入来源于国外，国内疫情影响不大。2019 年公司海外收入占比超 70%，2020 年二季度海外疫情恶化，部分下游客户停产，预计会对公司大量海外业务造成影响，对二季度收入形成压力。

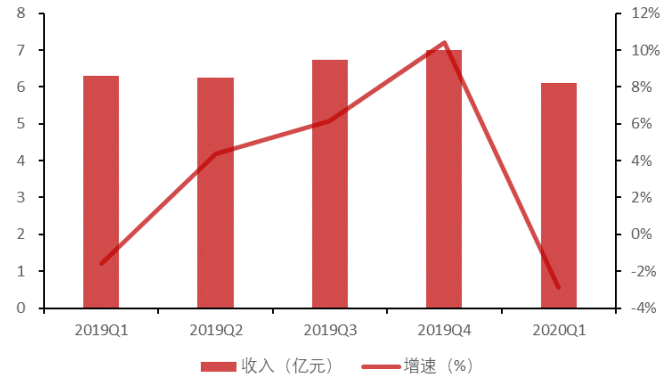
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

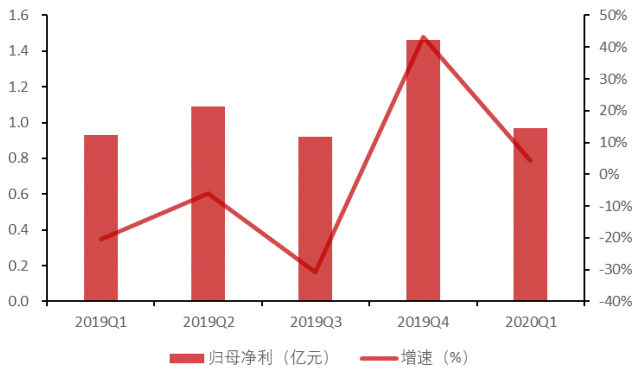
从归母净利看，2020 年一季度，公司归母净利同比增长 4.3%，疫情对公司盈利影响不大。2020 年二季度，海外大部分车企及一级供应商停产时间较长，预计会对公司归母净利产生不利冲击。

图 42：爱柯迪分季度收入及同比增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 43：爱柯迪分季度归母净利及同比增速

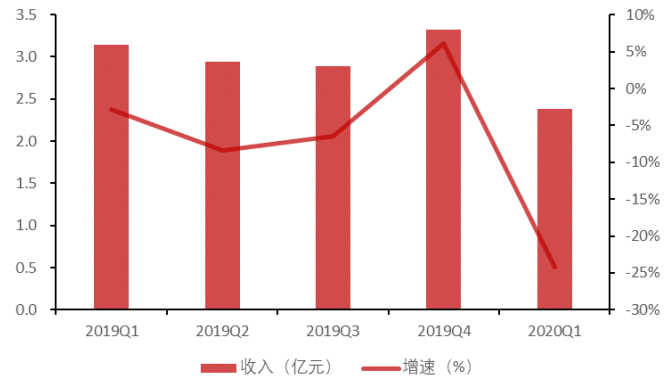


资料来源：Wind、东方证券研究所

从收入来看，精锻科技 2020 年一季度受国内疫情影响，公司收入同比下滑 24.2%，出口收入受疫情影响不大，与去年同期基本持平。二季度海外疫情扩散，预计会对公司出口业务造成一定影响。

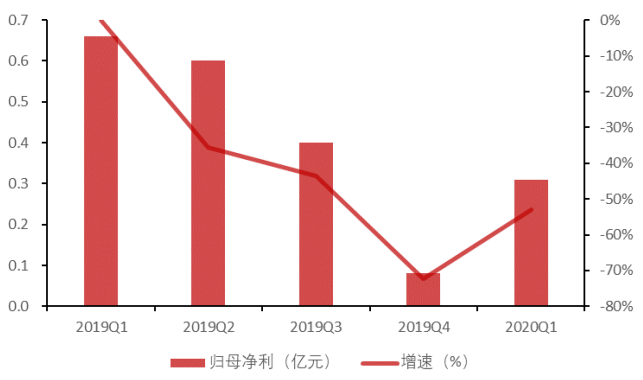
2020 年一季度，受国内疫情影响，内销收入规模下滑，导致公司一季度归母净利同比下滑 53%至 0.31 亿元，预计海外业务盈利表现较为稳定。2020 年二季度，海外疫情快速扩散，下游整车和一级供应商经营压力大，预计会对公司二季度归母净利形成一定冲击。

图 44：精锻科技分季度收入及同比增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 45：精锻科技分季度归母净利及同比增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

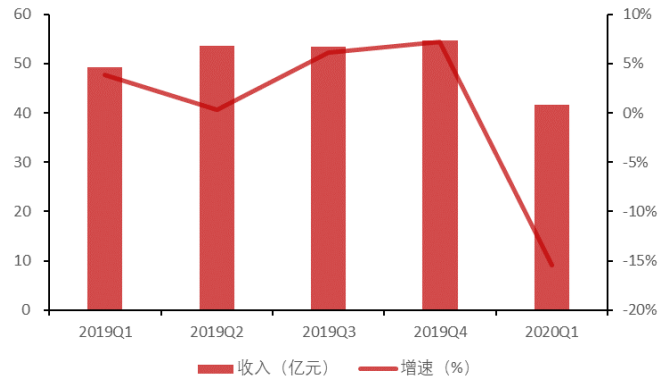
从收入来看，2020 年一季度，福耀玻璃收入同比下滑 15.5%至 41.7 亿元。归母净利同比下滑 24.1%至 4.6 亿元，下滑幅度小于行业平均水平。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

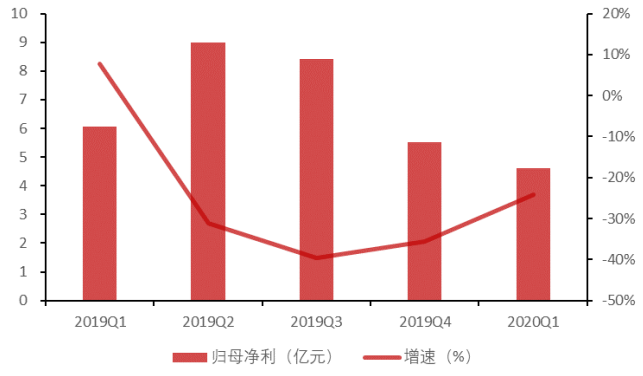
lax889889.com 299520.xyz

图 46：福耀玻璃分季度收入及同比增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

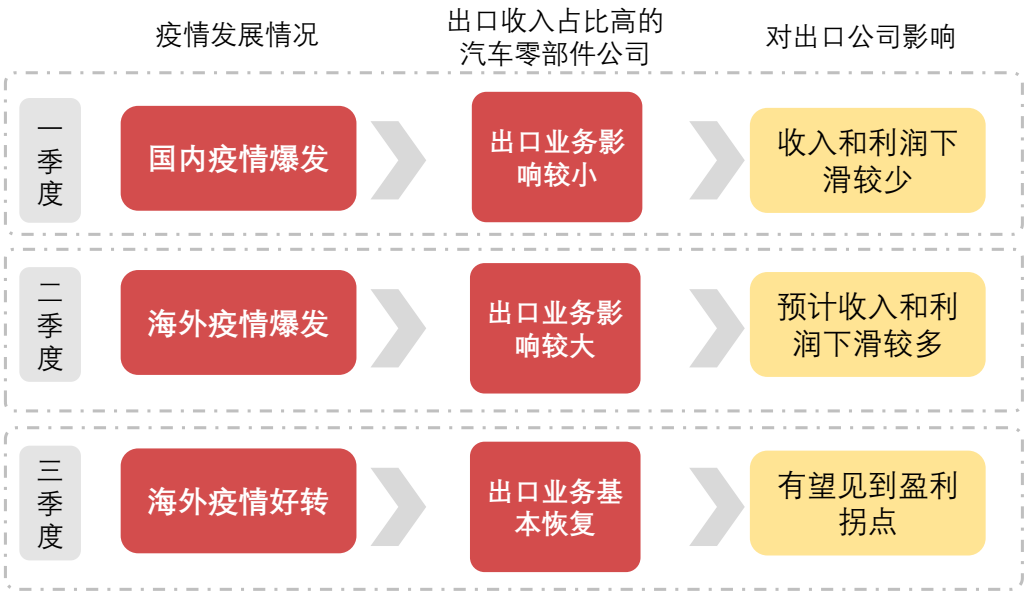
图 47：福耀玻璃分季度归母净利及同比增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

2020 年二季度，随着海外疫情开始爆发，欧美工厂开始停工停产，预计出口业务占比较高公司会出现一定程度的收入和归母净利下滑。三季度，海外疫情逐渐得到控制，各大国际车企和汽车零部件公司复工复产情况明显好转，预计出口业务占比较高公司有望迎来盈利拐点。

图 48：预计三季度出口比重高的零部件公司迎来盈利拐点



资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

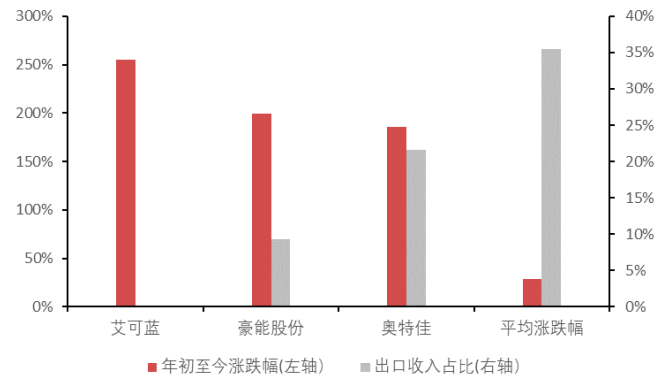
lax889889.com 299520.xyz

5 主要投资策略

年初至 8 月 19 日，涨幅居前零部件公司出口收入占比较低，基本以内需为主。

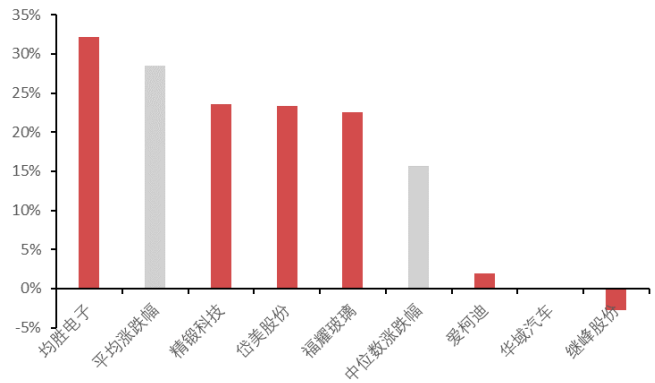
从细分汽车零部件公司行情表现看，大部分出口汽车零部件公司表现弱于行业平均水平。除均胜电子跑赢汽车零部件行业平均涨跌幅外，其余几家出口零部件公司均跑输行业平均水平。精锻科技上涨 23.54%、岱美股份上涨 23.39%、福耀玻璃上涨 22.59%，跑赢行业中位数，跑输行业平均水平；爱柯迪上涨 1.89%，华域汽车和继峰股份分别下跌 0.08%和 2.78%。出口比重较大的汽车零部件公司整体跑输行业平均水平，主要系二季度海外疫情爆发，出口企业境外工厂或上下游工厂停产或减产，影响二季度公司收入和盈利表现。

图 49：汽车零部件行业涨跌幅情况



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 50：出口比重较大公司跑输行业水平



资料来源：Wind、东方证券研究所

2 季度海外出口收入盈利比重较高的零部件公司盈利将受到海外疫情影响，疫情有望加快海外车企降成本的步伐，预计随着疫情得到控制，3 季度出口比重较高的零部件公司有望迎来盈利拐点，其估值也有望修复。

建议关注标的：华域汽车(600741，买入)、岱美股份(603730，买入)、银轮股份(002126，买入)、爱柯迪(600933，买入)、精锻科技(300258，买入)、均胜电子(600699，买入)、伯特利(603596，买入)、福耀玻璃(600660，未评级)。

表 4：可比公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价（08-19）	EPS				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600741.SH	华域汽车	24.98	2.05	1.83	2.14	2.33	12.19	13.63	11.66	10.71
603730.SH	岱美股份	25.34	1.56	1.08	1.34	1.57	23.54	23.47	18.88	16.15
002126.SZ	银轮股份	15.06	0.40	0.47	0.59	0.73	37.55	31.84	25.40	20.67
300258.SZ	精锻科技	13.70	0.43	0.48	0.62	0.75	31.91	28.30	21.94	18.09
600933.SH	爱柯迪	13.90	0.51	0.50	0.62	0.73	27.17	27.71	22.37	18.96
600699.SH	均胜电子	23.59	0.76	0.69	1.01	1.26	31.05	34.32	23.37	18.76
603596.SH	伯特利	41.33	0.98	1.13	1.45	1.77	42.06	36.39	28.35	23.25
600660.SH	福耀玻璃	28.56	1.16	1.04	1.32	1.55	23.50	26.02	20.56	17.53

数据来源：Wind一致预期，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

资料来源：WIND、东方证券研究所

6 主要风险

海外疫情出现反复的风险。若海外疫情未来出现反复，则存在影响海外车企产量和销量的可能，进而影响国内出口零部件公司配套量，进而影响零部件公司盈利。

海外汽车销量低于预期的风险。若海外汽车销量增速低于预期，则将影响出口零部件公司盈利增长。

整车降价压力。若整车与零部件公司年降幅度超出预期，则将影响相关公司盈利能力。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有华域汽车(600741)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

liaohan.net nblax520.com